

УДК 338.364

Д. А. Неверов

Белорусский государственный экономический университет

**КОРОЛЕВСКАЯ ПРОБЛЕМА
ФИНАНСОВОГО МЕНЕДЖМЕНТА И ЕЕ РЕШЕНИЕ**

В прикладной экономической науке существует неоднозначное отношение к возможности структуры капитала влиять на его ценность. Имеется в виду деление капитала на собственный и заемный. Одна сторона утверждает принципиально более высокую значимость заемного капитала для ведения бизнеса по сравнению с собственным капиталом. Другая сторона отрицает данный подход. При этом спорящие стороны приводят очевидные примеры и аргументы в свою пользу, что и составляет суть «королевской проблемы финансового менеджмента».

Рассматриваются основные принципы классификации капитальных активов и возможности той или иной структуры влиять на ценность капитала. Особое внимание уделено марксистской методологии как верному образчику последовательной теории, способной решить данную проблему. Указывается необходимость существования особого элемента структуры капитала, способного всегда и везде генерировать прибавочную стоимость.

Описываются методологические истоки существования королевской проблемы финансового менеджмента, где и находится ее решение. Суть ошибки – в смешении различных факторов рентабельности капитала. Сторонники традиционного подхода говорят о слагаемых структуры капитала как главном факторе его ценности. Их противники – о самой величине авансированного капитала, определяющей размер приносимого им процента независимо от разнообразных слагаемых структуры. В статье приводится очевидный пример, иллюстрирующий суть методологической ошибки и способ решения данной проблемы.

Ключевые слова: ценность, структура капитала, оценка капитала, прибавочная стоимость, процент, теория цены, цена капитала.

D. A. Neverov

Belarusian State Economical University

ROYAL PROBLEM OF FINANCIAL MANAGEMENT AND ITS DECISION

The article is dedicated to problem financial management. The essence of the problem in determination of the influence of the structure of the capital on its value. Original decision of the problem is offered. This problem is identified royal problem of financial management. The present article considers the new methods of the determination of value capital. Methods take advantage to traditional approach. The last have fragmentary and inconsistent nature. They express only one characteristic of value, but ignore others.

The new approach – integrated. Is indicated need of existence person element of the capital asset, which always to generate surplus value. Emphases is spared methodologies Marks. His approach there is sample of the true decision of the problem. Regrettably, outside traditional approach have not a fundamental methodology. They mix the notions of the capital asset and different promissory obligations. This is essence of the mistake.

As a result mingle the different factors to profitability of the capital. Other things being equal, than more capital, that more profit. Also faithfully that than credit less, that percent less must pay the borrower. Consequently, two approaches confirm the truth. It is necessary not to oppose to them to each other. Then so named royal problem of financial management to solve itself. The idle time example happens to in article, which shows the essence of the mistake. The example also offers the decision of the royal problem of financial management. Thereby, decision is found. The massive problem to economic theory is solved. This predestines scientific value given article. And its importance.

Key words: value, structure of the capital, estimation of the capital, percent, profit, theory of price, price.

Введение. Влияет ли структура физического капитала на его ценность? Каким бы ни был ответ, он требует серьезного обоснования, чему и посвящена данная статья.

Основная часть. Прежде чем приступить к изучению структуры явления, необходимо очертить границы самого явления, т. е. дать его определение.

История вопроса демонстрирует два подхода к решению проблемы определения капитала, каждый из которых имеет свои достоинства и недостатки. Первый, более древний, берет свое начало в трактатах физиократов и окончательно формируется в трудах экономистов лозаннской школы. С легкой руки А. Маршалла он получил название французского. Под капиталом это на-

правление понимает ценность долговременную, даже вечную, способную максимально долго противостоять разрушающей коррозии времени. Тот же глава лозанской школы Л. Вальрас отличался радикализмом в данном вопросе, предлагая под капиталом понимать любую вещь, способную «пережить» хотя бы один акт своего использования [1].

Второй подход – английский, берет свое начало в трудах А. Смита, Д. Рикардо и полным потоком течет до сего дня в трудах экономистов-неоклассиков. Под капиталом понимается ценность, способная приносить доход.

Нетрудно заметить, что оба подхода не только противоречат, но и дополняют друг друга. Например, высокий риск ведения бизнеса обычно компенсируется его прибыльностью и наоборот. Очевидно, что только органический синтез противостоящих методологий дает окончательное диалектическое решение проблемы [2]. Из результата данного синтеза вытекает следующее определение капитала – это ценность, приносящая *надежный* доход. Слово «надежный» – определяющее.

Стоит заметить, что проблема оценки капитала на первый непредубежденный взгляд может показаться тавтологией. В самом деле, что такое капитал? Самое распространенное и популярное определение – ценность, приносящая доход, самовозрастающая ценность. Подставим вместо фундаментальной категории «ценность» не менее фундаментальное понятие «деньги». Что получится с определением капитала? Это деньги, приносящие процент.

Возникает вопрос: что же здесь измерять и оценивать, когда сами деньги, в том числе и приносимый ими процент, являются мерой? Это все равно, что увидеть проблему в измерении метра. Не тавтология ли это?

На самом деле, речь же, конечно, идет о другом. Как хамелеон меняет свою окраску в зависимости от внешних обстоятельств, так и денежный капитал может изменять свои свойства в различных условиях хозяйствования. Именно это – фундаментальные свойства капитала (надежность и рискованность), их соотношение и единство – является главной причиной того, что одна и та же сумма денег будет оцениваться потенциальными инвесторами по-разному, в зависимости от перспектив доходности и надежности сохранения ценности.

Итак, капитал есть единство способностей *сохранять* и *приумножать* свою экономическую ценность и/или цену. Настойчиво повторим вопрос: влияет ли структура капитала на эти способности?

Капиталу «известно» немало критериев своей классификации. Пожалуй, самой первой и из-

вестной является смитовско-рикардианская, еще два с половиной века назад разделившая капитал на основной и оборотный. Однако еще Д. Рикардо на примере пшеницы, хранящейся для посева (основной капитал) и используемой для приготовления муки (оборотный), признавал условность подобного деления [3].

Яркую страницу в истории экономической мысли оставила марксистская классификация капитала на постоянный и переменный в зависимости от роли в создании прибавочной стоимости. Лишь рабочая сила, по Марксу, является единственным источником прибавочной ценности и самовозрастания капитала. Поэтому стоимость рабочей силы можно трактовать как переменную величину, а саму теорию Маркса можно легко интерпретировать как теорию ценности капитала в зависимости от его структуры. Нет необходимости подробно останавливаться на критике центрального пункта марксистской теории эксплуатации труда капиталом – это уже перевернутая страница истории экономической мысли. Одна фраза Е. Бем-Баверка, благодаря своей очевидности и апелляции к практике жизни разбивает данное теоретическое положение: «капиталы, независимо от их органического строения, приносят одинаковые нормы прибыли» [4].

Маржиналистская концепция также разделяет капитал на постоянный и переменный, но уже в зависимости от способности капитала сохранять или менять свою величину от изменения объемов производства. В долгосрочной перспективе все факторы, согласно этой общезвестной точке зрения, являются переменными, что автоматически доказывает условность подобного деления. Да и в учебниках и экономических словарях эти расходы называют условно-постоянными и условно-переменными.

Еще существует общеизвестная классификация на собственный и заемный капитал, иногда называемая бухгалтерской. Именно она до настоящего времени в единственном числе претендует «в лице» теории традиционной структуры капитала на положительный ответ о связи структуры капитала с его ценностью.

В прикладной экономической науке существует неоднозначное отношение к возможности структуры собственного и заемного капитала влиять на его ценность (фундаментальная наука, кажется, легкомысленно прошла мимо данной проблемы). Одни экономисты дают положительный ответ, другие – отрицательный. Позиции каждой стороны настолько самоочевидны и логичны, а выводы противоположны, что противостояние получило высокопарное название «королевская проблема финансового менеджмента» [5].

Предварительно заметим, что диалектический «примиряющий» синтез в данном случае невозможен, ибо противники спорят о различных сторонах одного явления и не имеют общих точек соприкосновения (это все равно что дискутировать о разной чеканке на противоположных сторонах монеты или медали). Королевская проблема скорее есть следствие недоразумения и недопонимания сторон, чем действительно глубокая научная проблема. Но это недоразумение дожило до наших дней. Чтобы убедиться в этом достаточно открыть соответствующие разделы учебников экономических дисциплин «Финансовый менеджмент», «Оценка бизнеса», «Экономика организации», «Анализ хозяйственной деятельности» и др. Показать надуманность данной проблемы также является целью статьи.

Подведем предварительный итог, который впоследствии поможет нам вплотную подбраться к решению королевской проблемы финансового менеджмента. Проблема оценки влияния структуры капитала на его ценность существует хотя бы потому, что нет адекватного определения капитала. Как оценить вещь, если не видно ее границ? В фундаментальной и прикладных экономических науках нет серьезного осознания того, что капитал это не столько ценность, приносящая доход, сколько соотношение двух фундаментальных его свойств – надежности (рискованности) и прибыльности *при доминировании* первой. Но существующие в современной экономической науке подходы к оценке капитала носят преимущественно количественный, формализованный характер, отражающий лишь одну, пусть и самую яркую, способность капитала – его доходность, игнорируя все остальные.

Рассмотрим теоретические истоки, питающие королевскую проблему.

В середине XX в. на базе трудов неоклассиков и неокейнсианцев, заявивших о неопределенности мира и рискованности бизнеса как фундаментальных причинах существования прибыли (прежде всего, стоит отметить работы Ф. Найта «Риск, неопределенность и прибыль» и Дж. Хикса «Ценность и капитал»), развивается *теория структуры капитала*, в наши дни уже успевшая стать *традиционной*. Ее сторонники вот уже полвека классифицируют различные источники собственного и заемного капитала в зависимости от их рискованности. При этом они признают следующее неравенство:

$$C_{б.к} < C_{об} < C_{векс} < C_{а.п} < C_{п.н} < C_{а.о},$$

где $C_{б.к}$ – стоимость банковского кредита; $C_{об}$ – стоимость облигаций; $C_{векс}$ – стоимость товарного (коммерческого) кредита, оформленного с помощью векселя; $C_{а.п}$ – стоимость привилегированных акций; $C_{п.н}$ – стоимость нераспреде-

ленной прибыли; $C_{а.о}$ – стоимость акций обыкновенных.

Первые три элемента представляют собой основные разновидности заемного капитала (ЗК), последние три – собственного (СК). Как видно из неравенства, стоимость заемного всегда ниже стоимости собственного капитала. Возможно изменение местоположения какого-то элемента только внутри своего сообщества, например стоимость такого источника ЗК, как облигации, может по каким-то причинам поменяться со стоимостью товарного кредита (векселя), но никогда ни один вид ЗК не поменяется в этой схеме с любой разновидностью СК. Это – главный постулат традиционной теории структуры капитала. Стоимость СК благодаря большей своей рискованности, при прочих равных условиях, всегда выше стоимости ЗК.

Рождается возражение: если ЗК надежнее и дешевле СК, почему в жизни не наблюдается *постоянная* тенденция предприятий оптимизировать свою структуру капитала, действуя именно в этом направлении? Почему бы предприятию не продать собственный капитал и не организовать то же самое производство с помощью абсолютно заемного капитала? Что изменится с вещественной стороны?

Ничего не изменится. Затраты, которые ранее финансировались из кармана собственника теперь финансируются исключительно за счет долговых обязательств. Правда, прибыль существенно уменьшится на величину процентов за кредит, да и сам кредит будет получить не просто за кредитованному предприятию, лишенному собственных средств. Но видимо эти возражения не очень смущают приверженцев концепции, коль они продолжают ее придерживаться.

Предоставим слово одному из представителей данной концепции: «Проблема формирования оптимальной структуры капитала является одной из самых сложных и противоречивых в финансовой теории. Согласно теории Модильяни – Миллера, в идеальной экономической среде структура капитала не влияет на стоимость предприятия, последняя зависит только от рентабельности его деятельности и связанных с этой деятельностью рисков. К сожалению, реальный мир далек от совершенства и ни одно из допущений, лежащих в основе теории Модильяни – Миллера, на практике не выполняется.

Традиционный подход предполагает прямую зависимость средней стоимости капитала от его структуры и возможности ее оптимизации» [6].

Покажем, что дело здесь не в идеальности мира и допущений теоремы. «Куриная слепота» сторонников традиционалистской концепции объясняется двумя обстоятельствами.

1. У них имеется весьма надежный щит в виде следующей аксиомы: чем дешевле факторы производства, тем лучше, при прочих равных, для эффективности производства. Этому очевидному положению равнозначно другое: чем дешевле источники финансирования производства, тем лучше для его эффективности (при прочих равных). Затем обычно приводится пример «налогового щита», когда проценты за кредит законодательно разрешается относить на себестоимость, тем самым уменьшая прибыль и налог на прибыль, а значит и реальную контрактную ставку за заемные средства. Таким образом, цена заемного капитала падает, что благотворно сказывается на эффективности (ценности) всего авансированного капитала.

Разумеется, льготы для того и существуют, чтобы повысить рентабельность работы избранных предприятий. И у этих «избранных» источники финансирования гораздо дешевле по сравнению со всеми остальными. В структуре капитала таких предприятий появляются элементы более дешевые, чем в условиях конкуренции, что наглядно доказывает центральное положение «традиционалистов» о влиянии структуры капитала на его ценность.

Нет, не доказывает, отвечаем мы, предварительно указывая на авторитет Маркса. *Причинно-следственная связь нарушена приверженцами концепции.* Само собой разумеется, что собственник предприятия всегда стремится оптимизировать структуру своего производства, а это означает, что он пытается найти самые дешевые факторы производства и источники финансирования. Но все дело в том, что в каждый момент времени цена любого фактора (источника) меняется и в долгосрочной перспективе ничего определенного и устоявшегося не существует. Разграничительные линии, отделяющие один вид затрат капитала от другого, постоянно колеблются и никакой закономерности их изменения даже в среднесрочной перспективе найдено быть не может. Ибо постоянно волнуемое море цен есть следствие принципиальной неопределенности мира, за которой скрывается свобода выбора и свобода творчества человека.

Сторонникам концепции можно посоветовать пристальнее приглядеться к марксистской теории, которая есть единственно *последовательная* и честная попытка в истории экономической науки вывести ценность капитала исходя из его структуры, *а не наоборот*. Тогда самокритичный анализ востребует, по крайней мере, два важных методологических момента для доказательства своей точки зрения.

Во-первых, совершенно необходимо наличие элемента или группы элементов (активов), «со-

стоящих в особом родстве» с прибылью. Этот элемент или совокупность элементов должна при любых обстоятельствах (во все времена) обладать способностью генерировать прибавочную стоимость. У Маркса, как известно, эту исключительную роль выполняла рабочая сила.

Во-вторых, разграничительная линия, разделяющая виды капитала в определенной пропорции между собой (не важно, в стоимостной или натуральной форме), могла бы также претендовать на роль фундаментальной причины влияния структуры капитала на его ценность (вроде принципа «золотого сечения», лежащего в основе гармоничного восприятия мира). У Маркса подобную функцию в известной мере выполняла категория органического строения капитала (отношение постоянного и переменного капитала).

Любая гипотеза, претендующая на звание теории ценности структуры капитала, должна вбирать в себя этих два важных методологических момента, чтобы называться серьезной.

2. Имеется еще одно обстоятельство, помогающее традиционалистам держаться на плаву – это некая подмена понятий.

Вышеприведенное неравенство имеет смысл только с точки зрения собственника, прибегающего к заимствованию средств во всевозрастающих условиях риска. Можно продолжить «цепочку неравенств» и представить крайне неблагоприятную ситуацию для собственника, когда он вынужден прибегать к заимствованию денег у криминальных структур, рискуя уже не только своим имуществом, но и здоровьем. Цена такого кредита будет чрезвычайно высока, но подчеркнем, – и в этом крайнем случае, *и во всех остальных* неравенствах отражаются и сравниваются между собой формы долговых отношений. Следовательно, никакого противопоставления собственного капитала заемному априори быть не может. «Цепочка» демонстрирует различные условия заимствования – и только. Речь идет исключительно об одном виде капитала – заемном, даже тогда, когда сопоставляется ценность обыкновенных и привилегированных акций (чаще всего к эмиссии акций предприятия прибегают, чтобы восполнить недостаток кредитных ресурсов). Чтобы получить деньги, приходится делиться прибылью и собственностью. От этого заимствование не перестает быть заимствованием. Если бы в наличии были собственные средства, никакого кредита не понадобилось бы. Поэтому выводы о структуре капитала и его ценности, сделанные на основе данного неравенства, крайне неустойчивы хотя бы потому, что сравниваются между собой не разные виды капитала, а формы заимствований *одного* заемного

капитала. Структура же предполагает как минимум два элемента.

Чтобы окончательно развеять недоразумение королевской проблемы, приведем максимально упрощенный пример.

Капитал в 100 ден. ед. приносит доход в 10 ден. ед. Очевидно, что доходу «безразлично», насколько 100 ден. ед. капитала состоят из собственного или заемного капитала, выражены ли эти 100 ед. в долларах или евро, в крупных или мелких купюрах. Суть в том, что в определенных условиях 100 ден. ед. приносят 10% прибыли. Этот процент и называется ценой капитала, а доходность, лежащая в основе процента, есть главный фактор ценности капитала (от риска абстрагируемся).

Сторонники традиционалистской концепции рассматривают другую сторону медали – не процент и доходность, а слагаемые авансированных 100 ден. ед. Их взгляд обращен не в *будущее* (процент), а в *прошлое* – к истории формирования источников финансирования. Традиционалисты говорят, что хорошо бы про-

финансировать необходимые для ведения бизнеса 100 ден. ед. максимально дешевым способом. Никто с этим спорить не будет. Просто следует иметь в виду, что это совсем другой предмет разговора.

Таким образом, лишь *настоящее* в виде капитала в 100 ден. ед. *формально* связывает противоположные стороны.

Закключение. Королевская проблема финансового менеджмента вряд ли заслуживает такого претенциозного названия. Она есть призрак, рассеивающийся без следа в тот момент, когда точно очерчен предмет спора. Суть ошибки – в смешении различных факторов рентабельности капитала. Традиционалисты говорят о слагаемых структуры капитала как главном факторе его ценности. Их противники – о самой величине авансированного капитала, определяющей величину приносимого им процента, *независимо* от слагаемых структуры. Внутренние факторы доходности смешиваются с внешними, что и объясняет в конечном итоге теоретическое недоразумение.

Литература

1. Маршалл А. Основы экономической науки. М.: Эксмо, 2008. 780 с.
2. Неверов Д. А. Проблема оценки капитала и ее решение // Труды БГТУ. 2012. № 7: Экономика и управление. С. 28–32.
3. Рикардо Д. Начала политической экономии и налогового обложения. М.: Эксмо, 2008. 675 с.
4. Бем-Баверк Е. Избранные труды о ценности, проценте и капитале. М.: Эксмо, 2009. 950 с.
5. Бланк И. А. Управление формированием капитала. М.: Омега-л, 2010. 512 с.
6. Ермакова Н. Б., Ермаков С. В. Финансовый менеджмент. М.: Юрайт, 2011. 428 с.

References

1. Marshall A. *Osnovy ekonomicheskoy nayki* [Principles of economic science]. Moscow, Eksmo Publ., 2008. 780 p.
2. Neverov D. A. Problem of the estimation of the capital and its decision. *Trudy BGTU* [Proceedings of BSTU], 2012, no. 7: Economics and Management, pp. 28–32 (in Russian).
3. Ricardo D. *Nachala politicheskoy ekonomii i nalogovogo oblozheniya* [Principles political economy and tax imposition]. Moscow, Eksmo Publ., 2008. 675 p.
4. Bem-Bawerk E. *Izbrannye trudy o tsennosti, protsente i kapitale* [Elected works about value, percent and capital]. Moscow, Eksmo Publ., 2009. 950 p.
5. Blank I. A. *Upravlenie formirovaniem kapitala* [Management shaping the capital]. Moscow, Omega-l Publ., 2010. 512 p.
6. Yermakova N. B., Yermakov S. V. *Finansovyy menedzhment* [Financial management]. Moscow, Yurayt Publ., 2011. 428 p.

Информация об авторе

Неверов Дмитрий Александрович – кандидат экономических наук, доцент кафедры экономической теории. Белорусский государственный экономический университет (220136, г. Минск, Партизанский пр-т, 26, Республика Беларусь). E-mail: neverov122006@tut.by

Information about the author

Neverov Dmitriy Aleksandrovich – Ph. D. Economics, Assistant Professor, the Department of Economical Theory. Belarusian State Economical University (26, Partizanskiy Ave., 220136, Minsk, Republic of Belarus). E-mail: neverov122006@tut.by

Поступила 15.04.2015